

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO PAULO  
ESCOLA PAULISTA DE POLÍTICA, ECONOMIA E NEGÓCIOS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONOMICAS

ANDRÉ GALVÃO SANTOS

ANÁLISE DO CICLO DE CRESCIMENTO E SEGUINTE CRISE NA ECONOMIA  
BRASILEIRA NO PERÍODO DE 2003 A 2017 À LUZ DA HIPÓTESE DE  
INSTABILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN P. MINSKY

Osasco

2021

ANDRE GALVÃO SANTOS

ANÁLISE DO CICLO DE CRESCIMENTO E SEGUINTE CRISE NA ECONOMIA  
BRASILEIRA NO PERÍODO DE 2003 A 2017 À LUZ DA HIPÓTESE DE  
INSTABILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN P. MINSKY

Monografia apresentada à Universidade Federal de  
São Paulo como requisito para obtenção do grau em  
Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador Prof. Dr. Daniel Augusto Feldmann

Osasco

2021

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Unifesp Osasco  
e Departamento de Tecnologia da Informação Unifesp Osasco,  
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

S237a SANTOS, Andre Galvão

Análise do ciclo de crescimento e seguinte crise na  
economia brasileira no período de 2003 a 2017 à luz da hipótese  
de instabilidade financeira de Hyman P. Minsky / Andre Galvão  
Santos. - 2021.  
30 f. :il.

Trabalho de conclusão de curso (Ciências Econômicas) -  
Universidade Federal de São Paulo - Escola Paulista de Política,  
Economia e Negócios, Osasco, 2021.  
Orientador: Prof. Dr. Daniel Augusto Feldmann.

1. Economia brasileira. 2. Sistema financeiro. 3. Política  
econômica. 4. Crise econômica. 5. Hyman P. Minsk.. I. Feldmann,  
Prof. Dr. Daniel Augusto , II. TCC - Unifesp/EPPEN. III. Título.

CDD: 330.981

ANDRÉ GALVÃO SANTOS

ANÁLISE DO CICLO DE CRESCIMENTO E SEGUINTE CRISE NA ECONOMIA  
BRASILEIRA NO PERÍODO DE 2003 A 2017 À LUZ DA HIPÓTESE DE  
INSTABILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN P. MINSKY

Monografia apresentada à Universidade Federal  
de São Paulo como requisito parcial para  
obtenção do título de bacharel em Ciências  
Econômicas

Orientador Prof. Dr. Daniel Augusto Feldmann

Aprovado em:      de                      de

---

Prof. Dr. Daniel Augusto Feldmann  
Universidade Federal de São Paulo

---

Prof. Dr. Andre Roncaglia de Carvalho  
Universidade Federal de São Paulo

## RESUMO

Este trabalho visa iniciar uma investigação quanto a crise econômica brasileira da década de 2010 como trabalho de conclusão de curso requerido para a graduação em Ciências Econômicas. O trabalho busca analisar a dinâmica econômica do Brasil no período entre 2003 e 2017 entre conjuntura e a crise em si, relacionando esta aos aspectos da teoria da instabilidade financeira de Hyman Minsky. Além de Minsky, discute-se trabalhos e entrevistas de especialistas quanto a economia do período, especificamente quanto ao texto de Felipe Rezende.

Palavras Chave: Economia Brasileira. Sistema Financeiro. Política Econômica. Hyman Minsk.

## ABSTRACT

This paper begins na investigation about the Brazilian economic crisis in the 2010's as a conclusion essay for the Economic Science course. The paperwork aims to analyse the economic dynamic in Brazil between 2003 and 2017, from conjuncture to the crisis itself, and how it relates to Hyman Minsk's hypothesis of financial instability, as well as its properties. Besides Minsky, it is studied the works and interviews of other authors especialized in Brazilian economy, specifically the works by Felipe Rezende.

Key-words: Brazillian Economy. Financial Sistem. Economic Policy. Hyman Minsk.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
1. DEBATE ECONÔMICO NACIONAL.....	10
2. HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA.....	14
2.1. POSIÇÕES HEDGE, ESPECULATIVA E PONZI.....	17
2.2. CICLOS ECONÔMICOS.....	18
3. ANÁLISE DE REZENDE SOBRE A CRISE.....	20
3.1.O QUE DEVE SER FEITO? .....	25
4. CONCLUSÃO.....	27
5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	29

## Introdução

Desde a virada do século XXI até 2013-2014, o Brasil gozou de longa estabilidade econômica e política. Politicamente foi um longo período de manutenção do sistema democrático, que já vinha de dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso (1995-1998 e 1999-2002), foi seguido por dois mandatos de Luiz Inácio “Lula” da Silva, (2003-2006 e 2007-2010), e culminou na primeira eleição de uma mulher ao cargo de presidente, Dilma Rousseff, que foi reeleita em 2014. Por mais que movimentos sociais e escândalos de corrupção tenham ocupado, em maior ou menor grau, o debate público, é razoável afirmar que não houve grande risco de interrupção de governos ou de ruptura do sistema democrático no período.

O crescimento econômico consistente observado no período, apelidado por Laura Carvalho de “Milagrinho”, teve relevante importância para a estabilidade política. O crescimento acelerado da economia chinesa fez com que a demanda por commodities aumentasse e consequentemente elevasse seu preço. O Brasil, na posição de grande produtor de matéria-prima, foi beneficiado por esse fenômeno, o que viabilizou a implementação de políticas que fortaleceram os efeitos positivos do crescimento econômico: distribuição de renda, facilitação do acesso ao crédito de empresas e famílias e expansão dos investimentos públicos.

Além deste cenário positivo interno, o Brasil também atingiu destaque no cenário internacional. A capa da Revista *The Economist* em 2009 com os dizeres “*Brazil takes off*” e com a imagem do Cristo Redentor como foguete se tornou exemplo do prestígio internacional e alta expectativa com relação ao futuro do país. Além de sediar os chamados “megaeventos” da Copa do Mundo de Futebol FIFA (2014), e os Jogos Olímpicos do Rio de Janeiro (2016) que simbolizaram a confiança internacional na solidez do país.

Então, quando em meados de 2013 protestos irromperam em várias capitais brasileiras questionando a política urbana de transporte público, a repressão do Estado, e as políticas sociais do Governo, muitos analistas foram surpreendidos com o repentino movimento massivo insurgindo em meio a um cenário de prosperidade econômica e estabilidade política, sem que outros elementos gradualmente apontassem para essa insatisfação, como um “raio em céu azul”, como batizaram o fenômeno que marcou o começo da crise política.

Como o fim da estabilidade política, de forma acelerada houve também o fim do crescimento econômico. Durante o período de 2003 a 2013, o PIB apresentou um crescimento médio de 3,86%, mesmo tendo em 2009 um recuo de 0,13%, segundo dados Banco Mundial. Já de 2014 a 2018, a variação média do produto interno bruto é de -0,95%, e foi acompanhada por uma instabilidade política e social intensa, que culmina com o processo de impeachment da



presidente Dilma Rousseff em 2016. Essa mudança tão drástica originou um debate profundo entre os economistas sobre os fundamentos deste processo de reversão da situação econômica. Estas análises podem ser separadas grosseiramente em duas visões: uma visão que prioriza os elementos exógenos a economia brasileira, e outra que privilegia os elementos endógenos.

Porém uma forma interpretativa não muito explorada, e, portanto, uma que este trabalho pretende investigar, é através da teoria de ciclos econômicos e da Hipótese da Instabilidade Financeira do economista pós-keynesiano norte americano Hyman Minsky (1919-1996). A ideia fundamental é que durante o período de estabilidade financeira e crescimento econômico vistos no Brasil de 2002 até 2013, há um aumento da expectativa quanto ao rendimento futuro do investimento e uma subvalorização dos riscos e diminuição das margens de segurança da economia que leva a um nível de endividamento das empresas a um nível insustentável gerando a recessão. Análise da crise econômica nacional como uma “crise de alavancagem financeira” foi muito defendida pelo economista Felipe Rezende.

O trabalho é dividido entre uma explanação sobre as principais análises de matrizes diferentes quanto a caracterização do momento econômico do país no primeiro capítulo, seguido por uma descrição da Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky sobre o funcionamento cíclico do capitalismo e suas características. O terceiro capítulo aprofunda a análise de Rezende sobre o Brasil com base nesse alicerce teórico. Por último elencamos algumas conclusões e análises sobre quais elementos essa perspectiva ajuda na compreensão da realidade brasileira.

## **1. Debate Econômico Nacional**

Crises econômicas sempre suscitam debates acadêmicos de teorias distintas para entender as casualidades e consequência do processo econômico. O Brasil sempre foi terreno fértil para o debate econômico em sua história, com nomes de renome internacional como Celso Furtado. Neste sentido, o ciclo econômico de 2003 a 2017 foi amplamente debatido principalmente pelo seu critério contraditório e desigual.

Segundo Fábio Giambiagi em seu livro “Economia Brasileira Contemporânea (1945-2015)” (2016), dois tipos de elementos levaram a crise econômica: os conjunturais e os estruturais. Os conjunturais estão relacionados alto nível de produção ao final do governo Lula, trazendo superaquecimento a economia. O crescimento observado em anos anteriores, mobilizou as forças produtivas a um nível insustentável, gerando pressões inflacionárias e escassez de mão-de-obra, além de um déficit em contas correntes. (Giambiagi, 2016)

O elemento estrutural está relacionado as lições adquiridas pelo governo durante a primeira onda da crise financeira internacional em 2008/2009. Como o Brasil teve recuperação rápida durante esse período priorizando medidas de incentivo a demanda interna, os formuladores de políticas replicaram essas medidas como preferenciais em todos os cenários. Por mais que ainda se especulava sobre o impacto da segunda onda da crise financeira em 2011, com consequências para os países da periferia da União Europeia, o então governo Dilma reafirmou suas políticas “anticíclicas” como desoneração de impostos e incentivos ao consumo. Assim o elemento estrutural seria a incompreensão dos formuladores de políticas econômicas em identificar o esgotamento do ciclo positivo (Giambiagi, 2016).

Para o autor, o crescimento observado no período do governo Lula se deu por elementos conjunturais favoráveis logo em seu início de governo como o nível de preços das commodities e consequente melhora nos termos de troca do comércio exterior, uma taxa de câmbio que favorecia a exportação, a queda dos juros externos que atraiu investimento nos mercados de capitais brasileiros e o alto desemprego que demonstra capacidade do mercado de trabalho de incorporar novos trabalhadores. Assim, conforme o crescimento econômico foi se realizando, esses elementos conjunturais foram se revertendo até que não eram mais suficientes para sustentar o crescimento. Assim o país estava em 2010/2011 com níveis altíssimos de utilização da capacidade instalada e utilização da mão de obra disponível, mas com os motores de crescimento fragilizados. (Giambiagi, 2016)

No lugar do incentivo a demanda realizado pela gestão de Dilma Rousseff, seria necessário melhorar o lado da oferta realizando reformas estruturais buscando aumentar a

produtividade, enquanto se “resfria” a economia com uma política monetária e fiscal mais austera. (Giambiagi, 2016)

As políticas expansionistas como a Nova Matriz Econômica se tornaram ineficientes, além de criar problemas fiscais importantes para o governo. Essa condição macroeconômica frágil, agravada pelas manifestações de 2013 e escândalos de corrupção na maior estatal do país, a Petrobras, foram condições para implosão do crescimento econômico. (Giambiagi, 2016)

Outra visão, apontada por André Singer em seu texto de 2015 “Cutucando Onças Com Varas Curtas: O Ensaio Desenvolvimentista No Primeiro Mandato De Dilma Rousseff (2011-2014)” aponta para a dificuldade em aglutinar a burguesia nacional em torno de política econômica como principal motivo para a falência do Governo Dilma. Segundo Singer, mesmo durante o governo Lula, o governo do Partido dos Trabalhadores tenta conciliar internamente duas visões econômicas antagônicas: uma com perfil rentista, que busca aumento dos juros, fortalecimento do tripé macroeconômico neoliberal e que prioriza o mercado de capitais. A segunda, muitas vezes representada pelas centrais sindicais de trabalhadores e pelas organizações de empresários, traz uma visão desenvolvimentista, buscando incentivo ao mercado interno, diminuição das taxas de juros e proteção a produção nacional. (Singer, 2015)

Porém diferente do Governo Lula onde esses dois setores atuaram a certa harmonia propiciada pelo bom momento internacional, as batalhas travadas contra o rentismo durante o governo Dilma abriu espaço para desgaste do governo e afastou até o apoio do setor dos empresários, que eram os mais beneficiados pela política desenvolvimentista. (Singer, 2015)

Segundo Singer, desde 2007 o Estado toma uma posição mais firmemente desenvolvimentista, com a implementação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e tendo nos bancos públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) um aliado na facilitação do crédito e diminuição das taxas de juros. A partir do Governo Dilma, esta posição se consolida com a Nova Matriz Econômica e se inicia a que o autor chama de “batalha dos *spreads*”. (Singer, 2015)

Em 2012 o governo elenca como principal impedimento ao investimento e crescimento do produto o alto nível de juros praticados no país. Por mais que comparativamente os juros no Brasil sejam reconhecidamente altos, houve uma política de politização do debate da queda dos juros. Foi aberto publicamente por Rousseff e seu ministro da Fazenda Guido Mantega uma série de ataques ao alto nível de spread bancário do sistema financeiro. Os bancos públicos, por coordenação política, passam a ofertar taxa de juros mais baixas forçando o mercado privado a acompanhá-los. (Singer, 2015)

Nesse sentido, amparado pela vitória eleitoral petista na cidade de São Paulo, o governo consegue grandes vitórias contra o rentismo e o setor financeiro, com a queda dos juros de cartão de crédito, mudança da remuneração da poupança, além de mudanças nas tarifas de energia para diminuição do custo de produção e das famílias. Com os preparativos para os grandes eventos no Brasil (Copa do Mundo de 2014 e Olimpíadas de 2016), no ano de 2013 se observa um crescimento de 2,7%. (Singer, 2015)

Porém uma série de elementos políticos, como especulação sobre o aumento da taxa de juros e as manifestações de Junho de 2013, fazem com que cada vez mais a estratégia desenvolvimentista seja mais criticada e o empresariado (principalmente industrial) passa a se afastar do governo, deixando de ser sua base de sustentação. Sem o apoio deste pilar, a estratégia desenvolvimentista é deixada de lado em prol de um modelo mais austero de política econômica. Nesse sentido os elementos da crise econômica seriam derivados de uma crise política, de sustentação do governo e dos interesses dos agentes organizados nessas estratégias de desenvolvimento. (Singer, 2015)

O autor aponta uma série de motivos para esse deslocamento do setor da base do governo, todos de certa forma relacionado a perda de apoio político. A presidente teria aberto muitas frentes de batalha simultânea, e perdido folego político para continuar seu ensaio desenvolvimentista. (Singer, 2015)

Por último, em uma análise mais geral de todo o período, temos a publicação da “Valsa Brasileira: do Boom aos Caos Econômico” (2018) livro de Laura Carvalho onde ela reconstrói todo o movimento de crescimento e queda da economia brasileira. Durante o seu trabalho a autora aponta como as políticas econômicas foram importantes para tracionar a economia brasileira e aproveitar o aumento da demanda internacional com o boom das commodities, que deram como resultado a fase de crescimento chamado pela autora de “Milagrinho”. Nesse sentido a política de distribuição de renda, de acesso ao crédito e os ampliação dos investimentos públicos foram os potencializadores do crescimento durante os dois primeiros mandatos de Lula. Desses três pilares, o grande motor do crescimento no mercado interno seria o investimento público. (Carvalho, 2018)

A autora defende que o ciclo virtuoso que a economia se encontrava, apresentava limitações que deveriam ser superadas para manter o crescimento. Ela identifica principalmente três desafios que deveriam ser transpostos para a manutenção do crescimento: um desequilíbrio produtivo, a inflação de serviços e a concentração de renda. (Carvalho, 2018)

Principalmente após a crise financeira global, o mercado interno passa a ter maior destaque e a desindustrialização da economia brasileira, iniciada desde a década de 90, passa a

ficar evidente. O setor varejista consegue recompor sua lucratividade muito antes da indústria, que tem maiores dificuldades de recuperação. Com a moeda valorizada, a exportação perde sua competitividade externa e a produção interna não consegue competir com importações, levando a que parte da renda gerada seja enviada para o exterior. Há no período acumulado de 2005 a 2010 um aumento de 103,4% das importações no Brasil. (Carvalho, 2018)

Para além da questão meramente nominal da taxa de câmbio, a falta de uma política industrial voltada para a diversificação produtiva fez com que a demanda crescente por produtos industrializados seja suprida pela importação, causando desequilíbrios entre o setor de serviços e industrial tirando o dinamismo e os ganhos de produtividade que o setor pode trazer para a economia.

Essa composição produtiva também gerava outro efeito: a inflação de serviços. Comparado ao “Milagre econômico” do período militar, o “Milagrinho” teve maior participação do setor de serviços. Por suas características, o setor de serviços é intensivo em trabalho, onde tem seu maior custo. Com as medidas de distribuição de renda e a valorização do salário real, este custo adicional com os trabalhadores é repassado para o preço, o que gera pressões inflacionárias. Ou seja, pela própria estrutura do setor de serviços, que teve maior centralidade na economia, o aumento dos salários era compensado por um aumento inflacionário. Nesse sentido uma política industrial e cambial mais robusta que melhore a correlação produtiva no país poderiam neutralizar esse efeito inflacionário. Combinar a política de crescimento real do salário com aumento da produtividade do trabalho e melhoria dos serviços públicos poderia contribuir também para dispersão deste efeito. (Carvalho, 2018)

Por fim, por mais que a população mais pobre tenha sido beneficiária de uma distribuição de renda intensa em decorrência direta da política econômica, pouco se fez para atingir o rendimento da camada mais rica da população. A concentração de renda e os ganhos elevados da renda do capital criou efeitos concentradores de renda tão fortes que anulavam os ganhos distributivos. A elevação de renda no topo da pirâmide social, atrelada a distribuição de renda na base, fez com a classe média urbana, que adiante será protagonista nas manifestações de Junho de 2013 e de 2016, perdesse participação na renda nacional. Esse setor foi fundamental na crise política a partir do segundo mandato de Rousseff. (Carvalho, 2018)

Segundo Carvalho, sem atacar e superar esses limitantes do crescimento, o modelo de crescimento do “Milagrinho” estava fadado ao fracasso. Como as políticas tanto do primeiro mandato de Dilma (de subsídio à produção e isenção fiscal), quanto do seu segundo mandato (austeridade fiscal e monetária) não se direcionaram para nenhum destes entraves da economia, a situação não tinha como ter outro fim a não ser o da crise. (Carvalho, 2018)

## 2 Hipótese da Instabilidade Financeira

A Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) é desenvolvida por Minsky com base na análise keynesiana do sistema capitalista. A ênfase nos mecanismos de decisão de investimento e a estrutura financeira das empresas demonstra como o sistema capitalista se desenvolve de forma cíclica e instável. Assim como Keynes, Minsky demonstra como a expectativa dos agentes econômicos sobre a realidade constroem e moldam o cenário econômico, neste caso com empresas com maior ou menor grau de fragilidade financeira. Nos momentos em que o cenário econômico é favorável e é vislumbrado que o investimento trará maior rentabilidade futura, as empresas tendem a assumir uma posição de endividamento mais agressiva, mantendo uma proporção maior de endividamento em seus balanços, apresentando menos liquidez. Assim conforme essa tendência se confirma, o endividamento das empresas cresce a tal ponto em que superam a rentabilidade dos ativos. A partir deste momento há uma reversão da trajetória de crescimento para a desaceleração. Nesse sentido, o sistema como um todo traria endogenamente a instabilidade e a formação de ciclos. (Bhary e Gabriel, 2008)

Conforme apresentado por Lourenço (2006), a HIF é um arcabouço teórico construído em décadas de elaboração. Publicado inicialmente em 1957, sofreu diversas mudanças conforme o próprio sistema econômico foi se tornando mais complexo, até 1997 onde se publica postumamente o último artigo do autor. Nesse sentido, Lourenço apresenta também a ideia de como o momento histórico em que Minsky construiu seu pensamento foi fundamental para o desenvolvimento da HIF e por consequência, suas modificações e refinamentos.

Minsky graduou-se em 1941, e como toda a geração de economistas a que pertence, recebeu em seu período de formação acadêmica o impacto intelectual do período da Grande Depressão. Viveu as incertezas da guerra e o “crescimento tranquilo” dos anos dourados (1945-1965). No segundo lustro da década de 1960, assistiu ao retorno da fragilidade financeira ao cenário macroeconômico estadunidense e mundial, e nos anos 1990, à consolidação do que ele denominou “capitalismo gestor de dinheiro” (*money manager capitalism*). O período formativo de seu pensamento básico sobre a instabilidade financeira, porém, parece se situar entre o final dos anos 1950 e o início dos anos 1970, e refletir sobretudo a experiência estadunidense das sucessivas crises financeiras, ocorridas nos anos de 1966, 1970 e 1973-1975, bem como, obviamente, o espectro da própria Grande Depressão dos anos 1930. (LOURENÇO, 2006, p. 448-449)

Desde este período, com a sequências de crises financeiras, além das diversas inovações no sistema financeiro com novas formas de arrecadação de fundos para investimento principalmente a partir dos anos 80/90, a teoria foi refinada tornando-a mais complexa e rica.

O deslocamento cada vez maior do *funding* das empresas do sistema de crédito bancário tradicional para emissão de títulos de dívidas e outros tipos de securitização com negociação em mercados de capitais não retirou a essência instável do sistema (Deos, 1998). Por critérios expositivos, decidimos neste trabalho adotar a versão mais geral e conceitual da HIF, em referência a uma economia fechada, de forma que não seja necessário entrar em detalhes financeiros particulares.

Para explicar a instabilidade financeira e o mecanismo que levam a decisão de investir é necessário compreender dois aspectos: o preço de oferta ( $P_i$ ) e o preço de demanda dos ativos de capital ( $P_k$ ). Enquanto seu preço de oferta é determinado por questões objetivas, o preço de demanda carrega elementos especulativos e subjetivos. (Deos, 1998)

O preço de oferta dos ativos de capital é determinado pelos seguintes elementos: taxas de salário dos trabalhadores, produtividade do trabalho em relação ao capital já instalado, o quanto o preço do produto está acima do seu custo de produção e distribuição (*markup*), e o custo de financiamento interno ou externo. Já o preço de demanda é determinado trazendo a valor presente o retorno esperado com o ativo de capital. Ele reflete uma esperança de quanto será o ganho futuro ativo no longo prazo enquanto da sua aplicação (Deos, 1998). Outros elementos como a liquidez do ativo de capital também compõem o preço de demanda, porém o elemento subjetivo de expectativa com relação ao rendimento futuro desse ativo é o fundamental para esse valor. (Bhary e Gabriel, 2008)

A decisão de investir é tomada quando o preço de demanda for igual ou maior que o preço de oferta ( $P_k > P_i$ ), ou seja, quando o retorno futuro esperado líquido for maior que os custos de produção e financiamento, possibilitando ganhos de produtividade (Deos, 1997). Quando oposto, a decisão passa a ser de substituição de bens no próprio mercado sem que haja o investimento. (Bhary e Gabriel, 2008)

Todo investimento precisa também de financiamento, ou seja, como monetariamente esse investimento irá se concretizar. Existem basicamente três formas de financiamento: utilizações de recursos líquidos, fundos internos e fundos externos. Recursos líquidos são ativos e valores não utilizados nas operações correntes da empresa, já descontados lucros e pagamentos de impostos (Deos, 1998). Ou seja, não influenciam no financiamento cotidiano da empresa. Um acúmulo de capital poupado por um período pela firma e que pode ser aplicado no investimento sem que isso comprometa sua atividade ou outras obrigações financeiras, é um exemplo de recurso líquido disponível para ser aplicado em investimento.

Fundos internos são os recursos gerados durante o período de investimento, ou seja, o lucro líquido (descontados os pagamentos de dividendos, impostos e custos de produção)

gerada pelo próprio investimento (Deos, 1997). A possibilidade de contratos diretamente com o fornecedor do bem de capital alongando prazos de pagamentos é um exemplo da utilização da renda gerada pela implementação do ativo como financiamento do próprio ativo.

Quando não há possibilidade destes tipos de financiamento, resta a firma buscar fontes de financiamento externo, como emissão de ações no mercado, venda de títulos de dívida e crédito dos bancos ou entidades financeiras. Para Minsky, esse tipo de financiamento é o que marca o sistema capitalista e por isso está no foco da análise minskyana (Deos, 1997).

As condições e disponibilidade dos recursos externos são fundamentais também na decisão de investimento. (Bhary e Gabriel, 2008). A concessão de empréstimos é determinada pela capacidade de pagamento do agente tomador de crédito. Essa capacidade de pagamento é estabelecida pelo fluxo de formação de receitas vinculadas a sua atividade econômica e reservas em estoque financeiros ou provenientes de vendas de ativos. É estabelecido pelo agente financeiro, estipulando um nível de margem de segurança onde a empresa pode comprometer seu fluxo com endividamento para que continue sua atividade e consiga honrar com os compromissos estabelecidos com o credor. (Bhary e Gabriel, 2008).

Sobre utilização de recursos externos na forma de empréstimo é importante salientar também os riscos envolvidos nesta operação. Ambos os agentes econômicos envolvidos nessa transação assumem riscos neste momento. O devedor assume dois tipos de riscos: (a) o risco de frustração de suas expectativas de retorno do investimento e (b) e o acúmulo de investimento em capital físico de forma imobilizada, e que muitas vezes tem como característica a pouca liquidez. No caso de elevação do risco do devedor, por exemplo com uma piora do quadro econômico ou um volume muito grande de investimento realizado, há uma queda no preço de demanda dos ativos de capital, pois o retorno esperado com um investimento adicional é cada vez menor. Este risco é subjetivo e não fazem parte da formalização dos contratos de crédito. (Bhary e Gabriel, 2008)

Do lado do credor há o risco de que o acordo seja quebrado, frustrando as expectativas de retorno do crédito, gerando o *default*. Quanto ao risco do credor, ele se materializa em taxas de juros mais altas, cronogramas de menor prazo e aumento de garantias. Esses sim são exigidos por contrato. (Bhary e Gabriel, 2008)

Considerando que o investimento somente deve ser realizado quando o preço de demanda for igual ou maior que o preço de oferta, o risco do devedor e do credor são determinantes efetivos da evolução do investimento, uma vez que aproximam os dois preços, em função do aumento da exposição ao *default*. (BHARY E GABRIEL, 2008, p. 34)



É importante destacar o caráter autofinanciável do investimento, que por conta de sua própria produção pode dar condições de seu financiamento, tanto quando a empresa utiliza recursos internos ou externos. Somente quando o investimento deixa de ser viabilizado pelos próprios fluxos produtivos, é que o surge o risco do credor e do devedor (Deos, 1997).

### **2.1. Posições *hedge*, especulativa e Ponzi**

Como visto, a teoria da instabilidade financeira provém da relação de endividamento, investimento, expectativas de lucros provenientes dos ativos e concretização dos compromissos estabelecidos. Minsky cria então uma tipologia que define o nível de fragilidade financeira levando em conta a relação de quase renda gerada com a utilização do ativo e os compromissos financeiros tanto das empresas, quanto de economias no agregado. São elas: *hedge*, especulativa e Ponzi. (Deos, 1997)

A estrutura de *hedge* é quando renda futura esperada é suficiente (ou maior) para honrar com a estrutura de pagamentos acordados no endividamento durante todo o contrato. (Bhary e Gabriel, 2008)

Já, quando a estrutura financeira é especulativa, os fluxos de rendimentos gerados não são suficientes para cumprimento do acordado em algum período do financiamento. Mesmo que no conjunto do contrato o retorno ainda possa ser maior e suficiente para quitação das obrigações, durante alguns períodos pode ser necessário o refinanciamento do capital. Essa posição recebe essa denominação, pois ela necessariamente especula com a possibilidade de renegociação da dívida (Deos, 1997). Como o aumento do risco do credor se expressa em aumento da taxa de juros, em caso de empresas nessa posição não conseguirem honrar com seus compromissos, sua estrutura pode evoluir para uma um nível mais grave. Mesmo que uma firma esteja em estado de *hedge* no início do contrato pode passar a especulativa caso haja alterações drásticas do contrato, como nos casos de taxas de juros flutuantes. (Bhary e Gabriel, 2008)

A terceira estrutura e mais grave é a chamada Ponzi e ocorre quando o rendimento esperado do investimento é insuficiente para concretização dos acordos de pagamentos. Assim se faz necessário que a empresa se endivida mais para honrar seus compromissos. Por mais que na posição especulativa a empresa também necessite de outros empréstimos ou refinanciamentos, a posição Ponzi aumenta o montante de dívidas aumentando ainda mais os compromissos futuros. Esta posição ocorre quando os agentes econômicos esperam que os rendimentos futuros serão maiores que os compromissos no longo prazo, mesmo com a insuficiência de recursos. (Bhary e Gabriel, 2008)

Essas estruturas estão presentes na economia agregada e cada agente pode transitar de posições conforme as condições conjunturais ou de longo prazo. A predominância de um tipo de estrutura demonstra então o nível de fragilidade daquela economia como um todo. (Bhary e Gabriel, 2008)

## **2.2. Ciclos econômicos**

Conforme uma economia não tem qualquer impedimento financeiro, é natural que ela se torne mais otimista e eufórica, aumentando. Neste cenário os riscos tanto do credor quanto do devedor são subnotificados, diminuindo margens de segurança e levando a alavancagem das empresas. Neste sentido os bancos têm papel fundamental na construção das expectativas. O nível de alavancagem depende não só da empresa, mas também do quanto a entidade financeira aceita ficar exposta aos riscos. (Bhary e Gabriel, 2008)

Nessa visão, Minsky (1975 e 1986) aponta a atividade bancária assumindo um papel essencial na desestabilização das relações econômicas, ou seja, o sistema bancário surge como o 'desestabilizador endógeno' (BHARY E GABRIEL, 2008, p. 37)

Conforme os lucros esperados são concretizados (ou até superados), há um aumento do preço da demanda dos bens de capitais. Ou seja, o empresário aceita pagar mais pelos ativos de capital, mesmo que financiado com capital externo, pois os rendimentos esperados superam esses custos, aumentando a sua proporção de endividamento. (Bhary e Gabriel, 2008)

Com cada vez mais agentes aderindo a visão otimista de crescimento dos lucros e do investimento, cada vez mais firmas tomam posições mais especulativas e alavancadas, aumentando o número de estruturas especulativas e Ponzi na economia. Além do aumento dessas estruturas mais frágeis, há também uma tendência de aumento dos juros durante a expansão do investimento decorrentes de duas pressões: (a) disposição maior de gasto com os custos de investimento caso se espere um retorno maior e (b) eventual controle da inflação feito pela entidade monetária. O aumento dos juros é essencial nas renegociações e refinanciamentos, o que contribui ainda mais para piora das estruturas econômicas. (Bhary e Gabriel, 2008)

Consequência direta dessa transformação de cenários é diminuição repentina de investimentos de forma agregada, que diminui também a expectativa e a realização dos lucros esperados. Como apontado por Bhary e Gabriel:

O nível de preços de demanda dos ativos de capital e financeiros diminui em relação ao custo de produção dos bens de investimento, e nesse momento é identificada uma crise (BHARY E GABRIEL, 2008, pag 38)

É apontado como saídas para este caráter cíclico da economia a política econômica de estados e governos além da atuação presente dos Bancos Centrais. Os Bancos Centrais podem atuar antes da eclosão de uma crise, monitorando e regulando o mercado financeiro afim de evitar o aumento da fragilidade econômica. O Estado pode também intervir para diluir os efeitos negativos da crise econômica com condições especiais de refinanciamento de dívida e aumento o gasto público para combater a queda do investimento agregado. Diferentemente dos agentes financeiros, estes dois agentes têm um papel de estabilização da economia. (Bhary e Gabriel, 2008)

Assim a visão minskyana aponta que assim que ocorra um período de certa estabilidade estão dadas as condições para um boom de investimento, o que por si só eleva o grau de fragilidade econômica da economia e a não concretização dos fluxos de renda e consequente quebra de acordos de financiamento e aumento da taxa de juros. Ou seja, o elemento cíclico e desestabilizador seria próprio do sistema capitalista, que pode ser remediado ou diluído por um sistema regulatório forte e um Estado disposto a aumentar seus gastos em investimento. (Bhary e Gabriel, 2008)

### **3 Análise de Rezende sobre a crise**

Um dos proeminentes economistas na análise minskyana aplicada a realidade brasileira é Felipe Rezende. Em seu artigo *Minsky Meets Brazil* (2016), dividido em quatro partes, o autor constrói sua principal tese de que a crise econômica brasileira é uma crise de alavancagem do setor privado nos moldes do proposto pela HIF. Ele se opõe principalmente ao pensamento econômico corrente na época de que a crise seria decorrente exclusivamente das políticas econômicas de Dilma Roussef como a “Nova Matriz Econômica” ou do afastamento dos conceitos neoliberais do tripé macroeconômico. Dessa forma o autor aponta que por se tratar de uma caracterização errônea de que tipo de crise era enfrentada no momento, as políticas públicas propostas levaram ao aprofundamento da crise e não melhora do quadro, principalmente a partir do segundo mandato do Governo Dilma e que permaneceram durante no mandato de Michel Temer. (Rezende 2016)

Segundo Rezende, durante o Governo Lula (2003-2010) já eram gestacionados os elementos desestabilizadores que levariam a crise econômica. Nesse sentido é importante determinar dois momentos distintos: o antes e depois da crise econômica internacional de 2007-2008. (Rezende 2016)

Até este evento, o aumento da demanda internacional por commodities, impulsionado pela crescente demanda chinesa, fez com que os mercados emergentes como o Brasil gozassem de aumento de fluxos financeiros. A situação internacional positiva foi possível também pelo alto nível de desregulamentação do sistema financeiro internacional (e principalmente americano). Essa posição contribuiu para uma o aumento do fluxo de capitais de curto prazo pelo mundo através do comércio global, melhorando os termos de troca dos países emergentes no comércio exterior. Esse incremento foi potencializado com políticas internas de incentivo a demanda privada. (Rezende 2016)

As políticas de geração de empregos, aumento real do salário mínimo, combate à pobreza e desigualdade social através de programas de transferência de renda, ampliação do acesso ao crédito e dos investimentos públicos foram tão fundamentais quanto a demanda crescente externa para sustentar o crescimento econômico nacional. A consequência desse período foi o desemprego baixo, aumento real da renda e diminuição da pobreza e desigualdade social, mas também o crescimento expressivo do endividamento privado. (Rezende 2016)

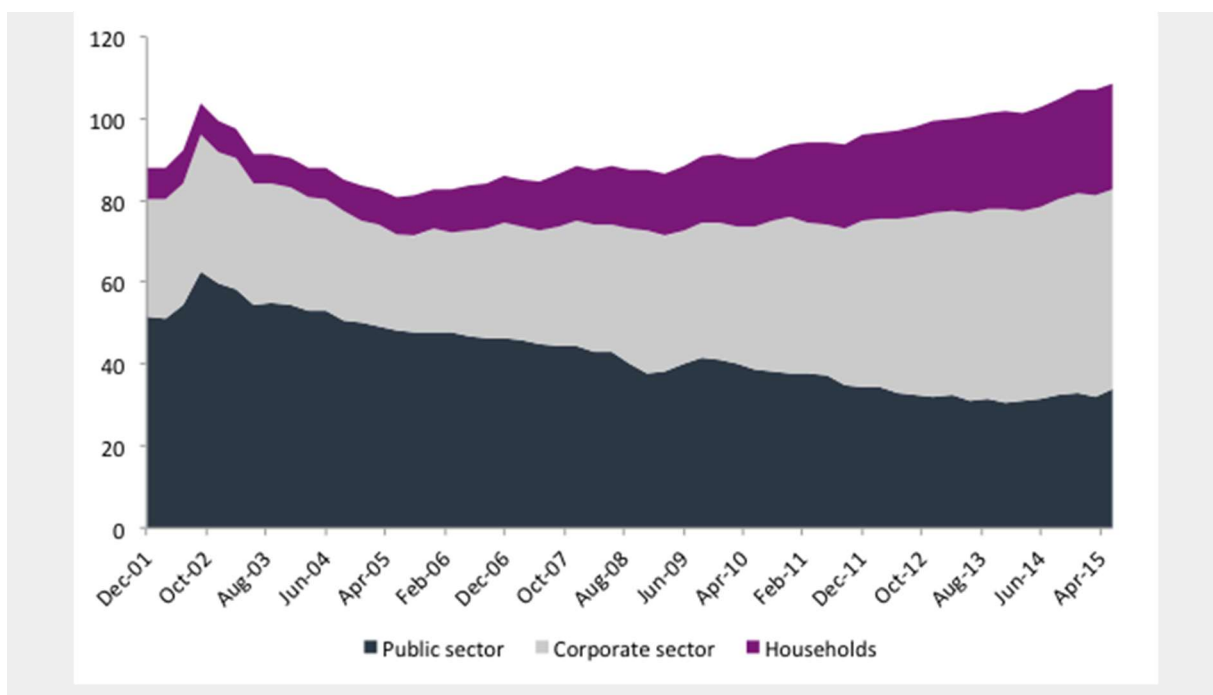
O aumento da participação externa do Brasil também contribuiu para o acúmulo de reservas internacionais, saldo positivo de balança de pagamentos e crescimento do investimento externo direto. (Rezende 2016)

Esta “fase de bolha” (*bubble phase*) se traduz numa situação superavitária do setor privado, ou seja, os ativos financeiros líquidos do setor privado foram maiores que os passivos líquidos, aumentando as taxas de riquezas do setor. O aumento da riqueza se refletiu no crescimento acentuado dos lucros agregados que gerou uma perspectiva otimista sobre os rendimentos futuros. Neste momento de otimismo do mercado, o investimento em bens de capital se torna mais atrativo. (Rezende 2016)

O lucro agregado foi o grande motor que impulsionou o investimento no setor privado não-financeiro. Se demonstra no aumento expressivo do retorno sobre patrimônio líquido, conforme descrito abaixo:

*For instance, the median return on equity (ROE) for the 500 largest companies increased to 12.7%, on average, during the 2003-2006 period while profits jumped to R\$ 90 billion. This increase in realized profits and growing profit expectations influenced investment decisions. It is worth noting that the median (ROE) for the 500 largest companies during 1995-2002 was equal to, on average, 4.3%. The ROE almost tripled compared to the 1995-2002 average. (REZENDE, 2016, p. 28)*

Conforme apresentado em gráfico pelo autor (Figura 1) o crédito privado desde 2005 passa a ter um crescimento que se torna mais contundente a partir de 2008, impulsionado pela perspectiva de aumento dos rendimentos. Porém, o setor privado nacional passou a ter uma estrutura financeira cada vez mais comprometida com os custos financeiros do endividamento. Assim aos poucos, e principalmente a partir da crise econômica global, as firmas passaram para uma posição deficitária. Seus custos e despesas eram maiores que a renda disponível, o que levou ao desenvolvimento de uma estrutura Ponzi. (Rezende 2016)



*Figure 6. Net Public and Private Sector debt as a percentage of GDP*

*Source: BIS, BCB, author's own elaboration*

Com a crise financeira de 2007-2008 há um refluxo da demanda internacional por exportações de commodities. Esse desaquecimento foi induzido pela desalavancagem privada e redução do déficit em conta corrente nos Estados Unidos que impactou a estrutura do comércio, finanças e produção global. Com a demanda internacional deficiente, o foco econômico passa a ser o mercado interno para que os efeitos da crise possam ser dissipados. Para compensar a diminuição de fluxos internacionais, a política econômica do governo Lula foi de diminuição da meta de superávit primário. A tentativa era balancear o saldo deficitário do setor privado. (Rezende 2016)

Como o Brasil construiu um volume importante de reservas cambiais, além de deter um mercado financeiro resiliente, as políticas de defesa da economia foram até certo ponto bem sucedidas e os impactos só aparecem a partir de 2010, com a queda de produção mundial e a reversão dos termos de troca do Brasil. (Rezende 2016)

O sucesso em retardar os efeitos mais imediatos da crise gestou a falsa convicção de que a situação econômica voltaria ao mesmo nível anterior e que as políticas econômicas adotadas no momento pré-crise voltariam a trazer os mesmos resultados positivos vistos anteriormente. Em 2010, o Banco Central (Bacen) implementa medidas de contenção da economia, com aumento da taxa de juros, contenção do crédito e o governo passa a buscar a austeridade fiscal, com corte de gastos do setor público. (Rezende 2016)

Já em 2011 foi observado os primeiros sinais de uma reversão completa do quadro macroeconômico e o mergulho em uma das maiores recessões da história brasileira.

*The pre-crisis development strategy supported by export-led growth and the excessive reliance on external finance reached its limits. The combination of a slowdown of a powerful driver of global growth, changed external conditions, and failure to implement policies to support domestic demand growth to end Brazil's boom with a bust.” (REZENDE, 2016, p. 22)*

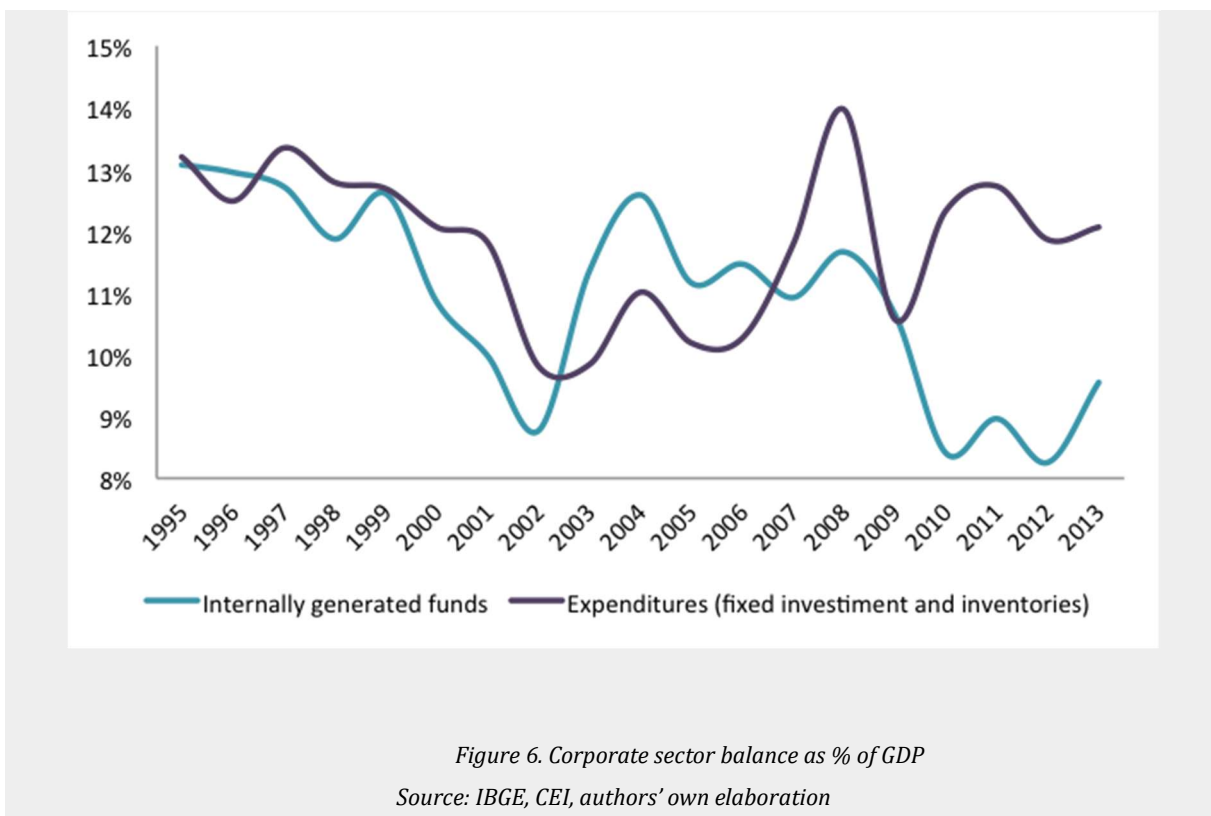
A partir da crise econômica internacional, o que era um saldo da corrente passa a se tornar um déficit privado de conta corrente que vem se replicando desde 2007. Desta forma, os passivos líquidos aumentam em maior proporção que os ativos líquidos, aumentando a dívida do setor privado. Para Rezende, este é o perfil de uma estrutura financeira em estado Ponzi. Principalmente a partir de 2007, a renda gerada internamente se demonstrava insuficiente para cumprir com as obrigações financeiras das empresas, o que leva a um ciclo de maior endividamento e refinanciamento, típico desta estrutura financeira. A combinação de rendimentos cada vez menores com o aumento da alavancagem financeira, comprimiu o motor do investimento: o lucro. (Rezende 2016)

Retomando o conceito de autofinanciamento do investimento, os rendimentos gerados da utilização dos ativos produtivos já não são mais suficientes para cumprir com as obrigações financeiras das empresas. O investimento se torna deficiente em se autofinanciar. Para que a empresa continue funcionando, se expande ainda mais a estrutura de endividamento ou se renegocia os contratos, diminuindo margens de segurança e aumentando a dependência de financiamento externo. Assim se evidencia a fragilidade financeira. (Rezende 2016)

No gráfico abaixo apresentado pelo autor, é exemplificada a dinâmica de endividamento frente a geração de renda interna as empresas. É possível identificar que a renda gerada internamente nas empresas a partir de 2003 apresenta um crescimento vertiginoso, o que gera um aumento das expectativas representado no período seguinte por uma elevação dos gastos com capital fixo e estoques. Era o momento em que as empresas estavam diminuindo suas margens de segurança, aceitando se endividar mais com aval do setor bancário. (Rezende 2016)

A partir de 2009, com os efeitos da crise econômica internacional há uma reversão da tendencia de crescimento dos fundos gerados internamente das empresas, porém o investimento fixo e estoques volta a crescer sinalizando a utilização maior de fundos externos

para financiamento. Essa discrepância observada no gráfico a partir de 2009 demonstra como a economia estava em uma estrutura Ponzi. (Rezende 2016)



Com a queda nos lucros agregados, há também uma queda nas expectativas de crescimento. Os investimentos então sofrem uma diminuição do seu ritmo de expansão. Há um movimento de recuperação se utilizando da disponibilidade de créditos setoriais subsidiados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento e Econômico e Social (BNDES) ou de empréstimos em moeda externa, com condições de taxa de juros baixa para refinanciar as dívidas e diminuir os custos dos investimentos. Porém esse movimento, além de adicionar certa volatilidade em operações pós fixadas ou em moeda externa, não foi suficiente para adequar a estrutura financeira e os níveis de endividamento se tornou insustentável. (Rezende 2016)

Por mais que os fluxos de renda da produção e os lucros estivessem em queda, os dividendos distribuídos entre acionistas das maiores empresas brasileiras ainda permaneceram no mesmo nível (ou cresceram), aumentando seu peso em relação a produção bruta das empresas, pressionando ainda mais os lucros. Segundo o autor, entre 2010 e 2013 em média os dividendos corresponderam a 68% dos lucros não distribuídos. Com isso os lucros retidos dedicados a reinvestimento são ainda mais comprimidos. Ou seja, a manutenção de distribuição



dividendos em níveis incompatíveis com o lucro produzido agravou ainda mais a situação das empresas. (Rezende 2016)

Impactado pela queda do PIB em 2011/2012 o governo Dilma inicia tentando resolver o problema da queda dos lucros agregados. Se distanciou dos conceitos do tripé macroeconômico e introduziu sua “Nova Matriz Econômica”, onde são priorizadas políticas de investimentos públicos (PAC/Minha Casa Minha Vida), corte de impostos através de isenções fiscais, controle de preços e fomento de empréstimos através dos bancos públicos, porém essas políticas se demonstram insuficientes ou mal planejadas para conter a queda do investimento. (Rezende 2016)

### **3.1. O que deve ser feito?**

Segundo o autor, é patente que a política adotada no Brasil desde o governo de Fernando Henrique Cardoso, baseada no “consenso de Washington” se demonstrou fracassada. A busca incessante por austeridade fiscal e monetária, corte dos gastos públicos e diminuição do Estado trouxe resultado oposto ao almejado. O aumento da dívida pública e a produção de déficits fiscais, enquanto o emprego, renda e a produção entraram em derrocada foram as consequências dessa perspectiva. (Rezende 2016)

Há uma relação fundamental entre o saldo do setor doméstico (famílias + empresas) e o déficit do governo. Para que um possa ter déficit, o outro deve ter um superávit. Assim principalmente em momentos de arrefecimento da demanda, queda do lucro agregado e queda do investimento privado além de aumento do passivo financeiro das empresas, é fundamental que a entidade governamental produza déficit financeiros. Esta posição deficitária pode tomar a forma de investimento público em infraestrutura ou serviços à população, de modo a melhorar a eficiência produtiva do país, porém o foco é que o setor privado tenha possibilidade financeira recuperar seu patamar de produção. (Rezende 2016)

Nesse sentido o autor propõe uma mudança de paradigma da política econômica brasileira. Afastar-se dos princípios neoliberais de austeridade fiscal e diminuição do tamanho do Estado, para uma política de déficit fiscal direcionado para aumento do investimento público e privado. Superar os gargalos de infraestrutura que o país tem e dar condições de através dos bancos públicos o investimento privado se desenvolva mais amplamente são propostas fundamentais para recomposição das estruturas e fluxos financeiros das empresas. (Rezende 2016)

Além da face do gasto público bem coordenado e direcionado, o Estado também pode atuar na arrecadação, diminuindo e simplificando a estrutura de arrecadação de impostos das empresas e famílias, para que os custos financeiros sejam menores. (Rezende 2016)

Por último o autor aponta um plano nacional de garantia de empregos, para recompor a massa de trabalhadores que por motivo da crise perderam seus empregos visando atingir o pleno emprego. Ter no Estado o empregador de última instancia, que além de empregar pode formar e qualificar a mão de obra, trazendo mais ganhos de produtividade principalmente nas camadas da sociedade mais fragilizadas. (Rezende 2016)

#### 4 Conclusão

A visão texto a texto dos autores sobre o ciclo de crescimento seguido de crise na economia brasileira no período de 2003 a 2017 apresenta uma série de questões relevantes que ajuda na melhor compreensão da realidade brasileira.

Rezende apresenta os elementos importantes que foram fundamentais na crise brasileira. Atrelar o debate econômico a saúde financeira das empresas, evidenciando a fragilidade financeira brasileira é uma abordagem rica que resgata elementos fundamentais do keynesianismo sobre o investimento e o crescimento econômico. O cuidado em observar a queda do retorno do rendimento fruto de uma posição cada vez mais comprometida das empresas com o passivo, joga luz de até que ponto as políticas econômicas liberais tradicionais agravaram a depressão econômica.

Assim somado as análises dos outros autores sobre as questões políticas que comprometeram a efetividade das políticas econômicas, além dos desafios postos a economia brasileira como proposto por Carvalho, é possível ter uma visão mais ampla ao mesmo tempo detalhada da estrutura econômica brasileira.

Entretanto, é preciso destacar também alguns elementos que não ganham foco no trabalho de Rezende que poderiam ajudar na confirmação de sua tese. Primeiro se deve a falta das saídas financeiras a crise, como a maior regulamentação do mercado financeiro de crédito, além da atuação mais presente do Banco Central para diminuição da taxa de juros para viabilização de renegociação de dívidas e sanitização das estruturas financeiras.

Essas políticas de reforma do sistema defendidas por Minsky não são trabalhadas pelo autor, que apresenta saídas somente de curto prazo, como aumento do déficit fiscal e uma política de pleno emprego. Caso se assuma a máxima da HIF, de que a estabilidade econômica no sistema capitalista leva a crise por aumento da fragilidade financeira, é necessário também no Brasil reformar o setor financeiro para que não se caia nos mesmos erros.

O setor bancário nacional é bem peculiar e merece maior destaque de elaboração. Neste debate onde os bancos são fundamentais como “elementos desestabilizadores” se faz entender quais os efeitos deste setor por ser extremamente oligopolizado e concentrador. Em um país que historicamente tem uma taxa de juros alta, somente parte da população e das empresas com acesso ao sistema financeiro é preciso discutir uma reforma financeira com objetivo de dissipar a fragilidade financeira da economia.

Outro elemento que aparece durante a elaboração de Rezende e de outros autores, mas que também não ganha foco é a dependência do crescimento econômico nacional a um clico internacional favorável. Assim como no “Milagre Econômico” do período militar, como

no “Milagrinho” ou em outros períodos de crescimento do produto mesmo que curto, a economia brasileira só consegue apresentar um bom desempenho quando há um grande fluxo de financiamento de capitais externos, liquidez e estabilidade internacional além de uma demanda externa aquecida. Quando há qualquer tropeço ou choque externo o crescimento econômico se desmorona, seja pela queda da demanda internacional ou pela dificuldade de atrair recursos de capital para financiamento. Ou seja, parte da fragilidade financeira interna pode estar relacionada também a uma fragilidade externa. Nesse sentido para que o crescimento consistente de longo prazo ocorra é necessário mitigar esse efeito.

Mesmo assim a elaboração minskyana se apresenta como um caminho interessante na análise da realidade brasileira, ainda mais em um momento em que o debate sobre a desregulamentação financeira e limitação da política econômica estatal através do “teto de gastos” se torna cada vez mais forte.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CARVALHO, L. Valsa Brasileira: do boom ao caos econômico. São Paulo, SP: TODAVIA, 2018.

REZENDE, F. Financial Fragility, Instability And The Brazilian Crisis: A Keynes-Minsky-Godley Approach. MINDS, Geneva, NY, EUA. 2016 Disponível em <<https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2016/10/felipe-rezende-financial-fragility-instability-and-the-brazilian-crisis-wp-minds-2016-01.pdf>> Acesso em 15 de Janeiro de 2021.

LOURENÇO, A. L. C. O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. Economia e Sociedade, Campinas, v. 15, n. 3 (28), p. 445-474, dez. 2006.

MINSKY, H. P. John Maynard Keynes. Campinas, SP: EDITORA DA UNICAMP, 2011.

MINSKY, H. P. Estabilizando uma Economia Instável. Osasco, SP: NOVO SÉCULO EDITORA, 2013.

GIAMBIAGI, F. Economia brasileira contemporânea (1945-2015). Capítulo 9 - Fim de Ciclo: O Governo Dilma (2011-2015) , Rio de Janeiro, RJ; Elsevier, 2016

DEOS, S. S. Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais. Ensaios FEE, Porto Alegre, v.19, n.2, p.38-61, 1998

SINGER, A. Cutucando Onças Com Varas Curtas: O Ensaio Desenvolvimentista No Primeiro Mandato De Dilma Rousseff (2011-2014). Novos estud. CEBRAP [online]. 2015, n.102, pp.39-67. Disponível em: <[https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-33002015000200039&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt](https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002015000200039&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt)> Acesso em 15 de Janeiro de 2021.

BAHRY, T. R.; GABRIEL, L.F. A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos. Revista Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p. 27-60, jan./abr. 2010. Disponível em: <<https://www.scielo.br/pdf/rec/v14n1/a03v14n1.pdf>>. Acesso em 15 de Janeiro de 2021.

Luis Nassif entrevista Felipe Rezende. Entrevistadores: Luis Nassif. Entrevistado: Felipe Rezende. TV GGN, 2 de agosto de 2017. Vídeo. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=Ggt9W5UHNWs>> Acesso em 15 de Janeiro de 2021.

Economista avalia proposta que limita gastos públicos - Bloco 1. Entrevistadores: Antônia Marcia Vale. Entrevistado: Felipe Rezende. TV Senado, 25 de agosto de 2016. Vídeo. Disponível em: < <https://www.youtube.com/watch?v=X3iHnSZd9vs>> Acesso em 15 de Janeiro de 2021.

Economista avalia proposta que limita gastos públicos - Bloco 2. Entrevistadores: Antônia Marcia Vale. Entrevistado: Felipe Rezende. TV Senado, 20 de outubro de 2016. Vídeo. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=cBWnY39tLzg&t=577s>> Acesso em 15 de Janeiro de 2021.

REZENDE, Felipe. A presente crise econômica brasileira é diferente das demais. "É fundamental o setor público retomar seu protagonismo". Entrevista especial com Felipe Rezende [Entrevista cedida a] Patricia Fachin. **Instituto Humanitas Unisinos**, São Leopoldo, RS. Junho de 2016. Disponível em: <<http://www.ihu.unisinos.br/entrevistas/556625-a-presente-crise-economica-brasileira-e-diferente-das-demaix-e-fundamental-o-setor-publico-retomar-seu-protagonismoq-entrevista-especial-com-felipe-rezende>> Acesso em 15 de Janeiro de 2021

REZENDE, Felipe. Por que o Brasil sofre uma das piores crises de sua história? **Valor Econômico**. São Paulo, SP. 04 de Agosto de 2016. Disponível em: < <http://www.bresserpereira.org.br/terceiros/2016/Agosto/16.08-Felipe-Resende-Por-que-o-Brasil-sofre.pdf>> Acesso em 15 de Janeiro de 2021

ESQUERDA não pode jamais repetir os erros de Dilma, afirma Laura Carvalho. Entrevistador: Uirá Machado. Entrevistada: Laura Carvalho. 06 de agosto de 2018. Podcast. Disponível em: <<https://folha.libsyn.com/esquerda-no-pode-jamais-repetir-os-erros-de-dilma-afirma-laura-carvalho>> Acesso em 15 de Janeiro de 2021